בית הספר למנהל עסקים
הפקולטה למדעי החברה
אוניברסיטת בר-אילן

תאוריה ופרקטיקה בניהול
כתב עת בהוצאת בית הספר למנהל עסקים
יוני 2021, תמוז תשפ״א | גיליון מס׳ 1

שכר מנכ״לים בישראל: שאלות הבסיס והממצאים האמפיריים

בני לאוטרבך
בית הספר למנהל עסקים
אוניברסיטת בר-אילן
beni.lauterbach@biu.ac.il

רויטל יוסף
בית הספר למנהל עסקים
אוניברסיטת בר-אילן
revital.yosef@biu.ac.il

תקציר

המאמר סוקר את ההתקדמות והממצאים המדעיים לגבי ארבע סוגיות מפתח בדיון על שכר המנכ״לים בחברות ציבוריות בישראל: 1) מהם הגורמים המשפיעים על שכר מנכ״לים בישראל? 2) האם שכר המנכ״לים קשור לביצועי החברה? 3) האם שכר המנכ״לים מופרז? 4) האם הרגולציה של שכר המנכ״לים מועילה? בכל נושא אנו מוסיפים גם דיון ביקורתי ומביעים את הערכותינו.

מילות מפתח: שכר מנכ״לים, מנכ״ל בעלים, השוואות שכר מול עמיתים, ביצועי החברה, רגולציה

1. מבוא: ארבע שאלות הבסיס

המנהל הכללי של החברה (מנכ״ל) הוא המוביל את ההתנהלות השוטפת של החברה ויש לו השפעה ניכרת גם על המטרות והאסטרטגיה העסקית של החברה הנקבעים על ידי מועצת המנהלים (הדירקטוריון) של החברה. תפקיד מרכזי זה מעורר ויכוח חשוב על אופן התגמול האופטימלי למנכ״ל, תגמול שישיא את ערך החברה העסקית ותועלתה בעיני בעלי המניות שלה[1].

באופן טבעי, מיקום המנכ״ל בראש הפירמידה מזכה אותו גם בשכר הגבוה ביותר. עם זאת, במקרים רבים הנוהג הוא ששכר המנכ״ל גבוה בעשרות מונים משכר העובד הפשוט בחברה ואף גבוה פי שניים ויותר משכר הסמנכ״לים הכפופים לו. גובה שכר זה מעורר באופן טבעי השתאות וחשדנות. לכן, השאלה הראשונה לדיון במאמרנו היא שאלה עובדתית: מהם הגורמים המשפיעים על שכר המנכ״לים בישראל?

הפליאה והתרעומת על שכר המנכ״לים הגבוה מתגברת בעיקר כאשר החברה העסקית איננה

[1] בשנים האחרונות מתעצמות הטענות שחברה עסקית חייבת להתחשב ולפעול גם לטובת החברה האזרחית הסובבת אותה, כלומר להיות אחראית חברתית וסביבתית. חוקרים בכירים כגון Broccardo et al. (2020) טוענים שלכל אדם יש גם תועלת מטובת הכלל (Aggregate welfare), ולכן חברה עסקית המעוניינת במקסום התועלת לבעלי מניותיה, חייבת להתחשב גם בבעלי העניין האחרים (Stakeholders) הסובבים אותה. בעצם, ניתן לטעון שחברה עסקית חייבת להיות גם ״אזרח טוב״.

מצליחה, כלומר ביצועיה "אפורים" אם לא כושלים, בעוד שכר המנכ"ל נשאר גבוה יחסית. נשאלת השאלה: מה הקשר בין שכר המנכ"ל לביצועיה, והאם הקשר הזה הולם, כלומר משרת את מטרות החברה ובעלי המניות? זוהי שאלת הדיון השנייה במאמר.

הדיון בשאלה השנייה מהווה גם פתח לדיון בשאלה הישירה יותר של: מהו השכר ההולם למנכ"ל, והאם שכר המנכ"לים גבוה מדי? גם בנושא קשה זה, שרבים נמנעים מלדון בו, הצטברו מספר תובנות, אותן נסקור. הדיון שנערוך יצביע גם על כמה שאלות פתוחות, שימשיכו לאתגר את החוקרים והעוסקים בנושא בעתיד.

לבסוף, העניין הציבורי והתקשורתי הרב בסוגיית שכר הבכירים "מנקר העיניים" הוא ענין שיש בו כנראה תועלת ונזק גם יחד. התועלת וגם הנזק ידונו בפרק האחרון של המאמר. השאלה הרלבנטית בנושא היא: האם הרגולציה על שכר הבכירים בישראל מועילה? נסקור את הרגולציה ונסה להסיק על השפעותיה.

לכל אחת מארבע קושיות הבסיס הנזכרות לעיל יוקדש פרק נפרד עם סיכום משלו. כך אנו מקווים לספק תמונה בהירה ועדכנית ככל האפשר על הנושא המורכב והטעון של שכר המנכ"לים בישראל.

2. מהם הגורמים המשפיעים על שכר מנכ"לים בישראל

בפרק זה נסקור את מאפייני החברה והמנכ"ל שנמצאו כמשפיעים על רמת השכר של המנכ"לים במדגמי חתך רוחב בישראל. ראשית, בכל המחקרים בארץ ובעולם, גודל החברה נמצא כמשתנה החשוב ביותר להסבר שכרו של המנכ"ל. גודל החברה מהווה מדד למורכבות הניהול והאחריות הניהולית הנדרשת מהמנכ"ל. לפיכך, חברה גדולה המתמודדת עם אתגרים ניהוליים גדולים יותר, תעדיף להעסיק מנכ"ל מנוסה ומוכשר יחסית, שידרוש ויקבל שכר גבוה כגמול למאמץ המושקע על-ידו (Rosen, 1981, 1982; Tervio, 2008). במחקרים בחו"ל אומדים את גודל החברה באמצעות המשתנים: סך מאזן החברה, שווי השוק של מניות החברה או מחזור המכירות. אך, במחקרים שנערכו בארץ (אמזלג ומחרז, 2002; בר יוסף וטלמור, 1997; ברק ואחרים, 2007; גור-גרשגורן ואחרים, 2015; האוזר ואופיר 1993; האוזר וגזבר, 1993; Ang et al., 1997), נראה כי סך המאזן של החברה הוא המשתנה הקשור באופן המובהק ביותר לגובה שכר המנכ"ל.

הגורם השני בחשיבותו בהסבר שכרו של המנכ"ל הוא תשואת מניות החברה, המהווה מדד לביצועי השוק של החברה. תשואת המניה משפיעה על ערך התגמול ההוני של המנכ"ל (מניות חסומות ואופציות) וגם על גובה הבונוסים. ביצועי מניה טובים יכולים גם להניע עדכון של רכיבי השכר הקבועים (כגון שכר בסיס) משנה לשנה. מחקרים בשוק הישראלי מצביעים על קשר חיובי ומובהק בין שכר המנכ"ל לתשואת מניות החברה בשנה בה ניתן השכר ובשנה הקודמת לה. בפרק הבא נרחיב בנושא.

הגורם השני בחשיבותו בהסבר שכרו של המנכ"ל הוא תשואת מניות החברה, המהווה מדד לביצועי השוק של החברה. תשואת המניה משפיעה על ערך התגמול ההוני של המנכ"ל (מניות חסומות ואופציות) וגם על גובה הבונוסים. ביצועי מניה טובים יכולים גם להניע עדכון של רכיבי השכר הקבועים (כגון שכר בסיס) משנה לשנה. מחקרים בשוק הישראלי מצביעים על קשר חיובי ומובהק בין שכר המנכ"ל לתשואת מניות החברה בשנה בה ניתן השכר ובשנה הקודמת לה. בפרק הבא נרחיב בנושא.

גורם שלישי שמשפיע על שכר מנכ"לים קשור למבנה הבעלות הריכוזי הנפוץ בשוק הישראלי. רוב החברות הציבוריות בישראל נשלטות על ידי יחיד, משפחה או שותפים עסקיים. כלומר, ברוב החברות הציבוריות בארץ קיימת קבוצת שליטה המחזיקה בכוח הצבעה ניכר (בדרך כלל מעל 50%) המאפשר לה לשלוט בחברה ובהחלטותיה. בחלק מחברות אלה אחד מחברי גרעין השליטה משמש גם כמנכ"ל החברה, דהיינו לחברה יש "מנכ"ל בעלים". ממצאים ממדגמים מוקדמים של בר-יוסף וטלמור (1997) לשנים 1991-1994 ואמזלג ומחרז (2002) לשנת 1997 מעלים כי שכרו של מנכ"ל בעלים גבוה יותר משכרו של מנכ"ל שכיר (שהוא מנכ"ל מקצועי שאיננו חבר בקבוצת השליטה). במדגם מאוחר יותר שמתפרס על פני 8 שנים, החל משנת 1994 ועד שנת 2001, מוצאים ברק ואחרים (2007) כי שכרו של מנכ"ל בעלים גבוה ב-50% עד 60% משכרו של מנכ"ל שכיר (ראה גם Cohen & Lauterbach,

2008). בנוסף, רגישות שכרו של מנכ״ל בעלים לביצועים נמוכה יותר בהשוואה למנכ״ל שכיר. עם זאת, כאן המקום להעיר כי מנכ״ל בעלים מחזיק גם הון אישי ניכר במניות החברה, כך שרגישות הונו לביצועים בהחלט גבוהה יותר מאשר זו של מנכ״ל שכיר.

ניתן לטעון כי שכר גבוה יותר למנכ״ל בעלים הוא מוצדק. מנכ״ל בעלים (בגלל אחזקותיו) צפוי להתאמץ יותר בתפקידו ויש בידו סמכות והשפעה רבה יותר על ערך החברה, ולכן תרומתו גבוהה יחסית למנכ״ל שכיר, והוא ראוי לשכר גבוה יותר. מאידך, שכר גבוה למנכ״ל בעלים עלול גם להצביע על ניצול כוח השליטה על-מנת לשאוב מהחברה טובות הנאה בדמות שכר גבוה יותר. בהקשר זה נציין את מחקרם העדכני של Lauterbach & Yosef (2021) לשנים 2008-2015 המוצא כי פרמיית השכר למנכ״ל בעלים בהשוואה למנכ״ל שכיר בחברות ריכוזיות בישראל הצטמצמה באופן ניכר בשנים אלו ל-14%, כאשר בעיקר נשחקה פרמיית השכר של מנכ״לים בעלים בחברות הנשלטות על-ידי מספר שותפים עסקיים. שני העשורים האחרונים התאפיינו בהתרחבות רגולציית הגילוי ומספר תיקוני חקיקה שנועדו לרסן את שכר הבכירים ולשפר את נורמות הממשל התאגידי בחברות ציבוריות בישראל. יתכן ששינויי חקיקה נרחבים אלו לצד התגברות הביקורת הציבורית והתקשורתית הביאו לשחיקת פרמיית השכר של מנכ״לים בעלים. ממצאים אלה עקביים עם הממצאים של בלום ואחרים (2020), המצביעים על ירידה ניכרת בערך השליטה בחברות הישראליות בשני העשורים האחרונים. נראה שבעלי שליטה צורכים פחות טובות הנאה פרטיות (ולדוגמא פחות שכר עודף) בשנים האחרונות.

שכרו של המנכ״ל מושפע גם מהסביבה העסקית בה פועלת החברה, קרי הענף העסקי של החברה. Smith & Watts (1992) מוצאים קשר מובהק בין שכר המנכ״ל לענף העסקי של החברה – הן השכר והן רגישות השכר לביצועים גבוהים יותר בענפים מורכבים ומתוחכמים יותר. בהתאם, ניתן לראות כי מחקרים שבוצעו על השוק הישראלי מתחשבים בהטרוגניות של ענפי העסקים בעת בחינת הגורמים המשפיעים על שכר המנכ״ל (אמזלג ומחרז, 2002; ברק ואחרים, 2007; יוסף, 2013; Lauterbach & Yosef, 2018). ההתחשבות בענף העסקי היא משתנה בקרה ראוי כיון שהוא מכסה גם גורמים עלומים (שאינם מוכרים לנו) המשפיעים על השכר וקשורים לענף העסקי. באופן מעשי, ההתחשבות בענף העסקי מבוצעת באמצעות הוספת משתני דמי ענפיים לרגרסיית שכר המנכ״ל. בהקשר זה, משתנה בקרה אחר, בו מרבים להשתמש בעיקר ברגרסיות פאנל, הוא משתנה דמי לשנה הקלנדרית. משתנה זה מייצג ומבטא את השינויים העיתיים (השינויים משנה לשנה) בשכר המנכ״לים בישראל.

בספרות נחקרו גם מאפיינים נוספים של החברה העשויים להשפיע על גובה השכר למנכ״ל כמו למשל הסיכון הטמון במניית החברה והמינוף הפיננסי שלה (יחס החוב שלה לסך המאזן). למינוף הפיננסי עשויות להיות שתי השפעות מנוגדות על שכר המנכ״ל. מחד, יחס מינוף גבוה מגדיל את ההסתברות שהחברה תכנס למצב של מצוקה פיננסית, ולפיכך מנכ״ל המשרת בחברה כזו יבקש שכר גבוה יותר כפיצוי על תוספת הסיכון (Madura et al., 1996). מנגד, מינוף פיננסי גבוה מעצים את הפיקוח על החברה ומנהליה מצד הבנקים והנושים ועשוי לצמצם את ההשפעה והתרומה של המנכ״ל. בהתאם, אפשר לצפות שככל שהמינוף הפיננסי של החברה יגדל, שכרו של המנכ״ל יקטן. בישראל נמצא קשר שלילי בין מינוף פיננסי לגובה השכר (אמזלג ומחרז, 2002; ברק ואחרים, 2007).

גם לסיכון החברה בדומה למינוף הפיננסי שתי השפעות מנוגדות על גובה שכר המנכ״ל. מנכ״ל שונא סיכון ידרוש שכר גבוה יותר על ניהול חברות בעלות סיכון גבוה, שכן חבילת השכר ההוני שלו תנודתית יותר (ראה Bliss & Rosen, 2001; Cheng et al., 2015; Edmans et al., 2017). מנגד, אפשרי כי בחברות מסוכנות רכיב התגמול ההוני שרגיש לתנודתיות מחיר המניה יקוצץ (ורכיב התגמול הקבוע יעלה אך בפחות מהקיצוץ ברכיב ההוני) כך ששכר הכל המנכ״ל ייהנה משכר כולל נמוך יותר (ראה Beatty & Zajac, 1994; Lambert et al., 1991; Meulbroek, 2001). במחקרים שבוצעו בשוק ההון הישראלי נמצא קשר שלילי מובהק בין שכר המנכ״ל לסיכון החברה (ברק ואחרים, 2007; יוסף, 2013).

המאפיינים האישיים של המנכ״ל כגון השכלתו, גילו ומספר שנות הוותק בתפקיד עשויים אף הם להשפיע על גובה שכרו. כך למשל, הטענה הרווחת היא כי עם עליית גיל המנכ״ל משתפרות גם יכולותיו של המנכ״ל, וזאת הודות לידע וניסיון שנצבר לאורך שנות מילוי תפקידו כמנכ״ל ויישום ההשכלה שנרכשה על ידו. מחקרים בחו״ל מצאו קשר חיובי מובהק בין גיל המנכ״ל לסך השכר שלו (ראה, לדוגמא, Laschever, 2013) ובין השכלתו של המנכ״ל לשכרו (ראה Falato et al., 2015). עם זאת, המחקרים האחרונים שנערכו בשוק הישראלי לא מצאו קשר חיובי מובהק בין שכר המנכ״ל לגילו והשכלתו (ברק ואחרים, 2007 ; יוסף, 2013).

הספרות האמפירית העכשווית עושה שימוש גם במשתני דמי (הנקראים Fixed Effects) למנכ״לים על מנת לאמוד את השפעת המאפיינים הייחודים של כל מנכ״ל על גובה שכרו. יש חוקרים שאפילו דוגלים בשילוב של משתני דמי למנכ״לים ולחברה (Graham et al., 2012). משתני דמי אלה אומדים השפעות ייחודיות של המנכ״ל והחברה שאינם ניתנים למדידה ישירה, והנובעים מגורמים כגון: תרבות תאגידית, דפוסי תגמול בחברה, כישורים ומאפיינים אישיותיים של המנכ״ל. אין ספק שלמרות ההתקדמות הניכרת בהבנת שכר המנכ״לים, הבאה לידי ביטוי במשתנים הרבים יחסית שנחקרו ונמצאו כמשפיעים על שכרם, המרחק עד להבנה מלאה של שכר המנכ״לים עדיין גדול. לכן, השימוש במשתני דמי כאלה מועיל לעיתים.

לבסוף, גורם מרכזי בקביעת שכר המנכ״ל הוא נוהג המידוד, הנוהג להשתמש בנתוני שכר של מנכ״לים מחברות דומות כדי לקבוע את רמת השכר של המנכ״ל. מטרת הנוהג היא לתת למנכ״ל שכר תחרותי, הדומה לשכר מנכ״לים ה״דומים״ לו, וזאת במטרה למנוע עזיבת המנכ״ל (״שימור״ המנכ״ל) ולמנוע תסכול שלו שעלול לפגוע בביצועיו. בשונה מארה״ב, בישראל לא קיימת חובה מנדטורית לפרסום חברות ההשוואה (peers) ששימשו את הדירקטוריון בבניית תכנית התגמול למנכ״ל. עם זאת, ממצאי המחקר של יוסף (2013) לשנים 2008-2011, המבוסס על קבוצות השוואה ענפיות, מצביעים על שימוש והשפעה מובהקת של נוהג המידוד על שכר המנכ״לים בישראל. לפי אומדני המחקר, מנכ״ל ששכרו נמוך ב- 10% מחציון קבוצת ההשוואה יקבל בממוצע תוספת שכר הגבוהה ב- 1.2% ממנכ״ל ששכרו זהה לשכר החציוני של קבוצת ההשוואה. באחד מהפרקים הבאים נרחיב את הסקירה והדיון בנוהג המידוד שהפך לגורם מוביל בקביעת שכר המנכ״לים.

סיכום: שכר המנכ״ל בחברה ציבורית ישראלית מושפע בעיקר מגודל החברה, תשואת מניותיה והענף העסקי אליו היא משתייכת. גם לנוהג המידוד (השוואה לשכר מנכ״לים דומים) השפעה מובהקת על שכר המנכ״ל. לבסוף, ישנם מחקרים המזהים השפעות מסוימות של מקור המנכ״ל (מנכ״ל בעלים או שכיר), וסיכון החברה (סיכון עסקי ומנוף פיננסי) על שכר המנכ״ל.

3. האם שכר המנכ״לים בישראל קשור לביצועי החברה?

אחד הטענות המרכזיות בוויכוח המתמשך על שכר המנכ״לים היא ששכר המנכ״לים אינו קשור לביצועי החברה. רבים בקרב הציבור משתאים נוכח השכר הגבוה יחסית המשולם למנכ״לים גם כאשר חברתם אינה מציגה ביצועים טובים. בעתות משבר ומצוקה כלכלית שכר המנכ״לים מנקר עיניים במיוחד על רקע האבטלה הגוברת ופיטורי ״התייעלות״ בקרב עובדי החברה.

ישנם מחקרים, כגון המחקר של גור-גרשגורן ואחרים (2015) שנערך ברשות לניירות ערך שאינם מוצאים קשר בין שכר המנכ״ל לביצועי החברה. אך, באופן כללי, מחקרים מדעיים האומדים את ביצועי החברה באמצעות תשואת מניותיה בבורסה מוצאים כי בישראל קיים קשר חיובי מובהק בין שער המנכ״ל לתשואת מניותיה. כך למשל, ברק ואחרים (2007) מוצאים כי בתקופת המדגם שלהם, 1994-2001, שכר המנכ״ל עולה ב-0.19% על כל עלייה של 1% בשווי המניה. במחקר דומה בתקופה מאוחרת יותר, 2008-2015, Lauterbach & Yosef (2021) מוצאים שעל כל עלייה של 1% בשווי המניה, שכר המנכ״ל עולה ב- 0.23%. נראה כי

הרגישות של שכר המנכ״ל לתשואת המניה בשוק הישראלי לא פחתה ואף התחזקה לאורך השנים[2].

ניתן לבחון את הקשר בין שכר המנכ״ל לביצועי החברה גם באמצעות ניתוח תמהיל השכר של מנכ״לים בישראל. כך למשל, יוסף (2013) מוצאת ירידה הדרגתית בשיעור מרכיב השכר הקבוע מסך השכר של המנכ״לים, מרמה של 68.2% בשנת 2008 לרמה של 61.8% בשנת 2011. במקביל נצפתה עלייה בשיעור מרכיב הבונוס מסך השכר בין השנים 2008 ל-2011. ממצאים אלו תומכים בהתחזקות הרגישות של שכר המנכ״ל לביצועי החברה בשוק הישראלי בשנים אלו. מעניין כי צבירן ואחרים (2020) לא מצאו שינוי משמעותי בשיעור הרכיב הקבוע בשכר בין השנים 2011 ו-2018. יתכן כי החוקים לרגולציית השכר בישראל הקפיאו לא רק את שכר המנכ״ל אלא גם את רגישותו לביצועים.

למרות הממצאים המדעיים החד-משמעיים, אין בידנו לקבוע האם רגישות שכר המנכ״ל הישראלי לביצועי חברתו חזקה דייה. כאן המקום לציין כי הקשר בין שכר לביצועים חייב להיות מוגבל כדי לא להעניש מנכ״ל יתר על המידה על ביצועים שאינם תלויים בו (אלא במשבר כלכלי ארצי או עולמי) וכדי לא לגרום למנכ״ל להתפתות למניפולציות חשבונאיות ואחרות (״ניפוח״ מלאכותי) של מרכיבי ביצועי החברה המשפיעים על שכרו. כלומר, לא רק רגישות לביצועים נמוכה מדי פוגעת בערך החברה, אלא גם רגישות לביצועים גבוהה מדי מזיקה. כך, למשל, בארה״ב רווחת הטענה שהתגמול ההוני הנדיב שניתן למנכ״לים שם מסיט את תשומת ליבם לביצועי החברה ומנייתה בטווח הקצר. (ראה הביקורת הנוקבת של Jensen, 2003 על כלל הנורמות הנהוגות בתגמול מנהלים, נורמות המביאות לטעמו לאימוץ ״תרבות שקר״ בארגונים). גורם מסבך נוסף בסוגיה הוא קיומם של מנכ״לים בעלים שרגישות הונם לביצועים גבוהה מלכתחילה כיון שרוב הונם מושקע במניות החברה. נראה כי לכל שילוב של חברה ומנכ״ל רגישות לביצועים אופטימלית אחרת, וכי ההחלטה על הרגישות הראויה ואופן התגמול ראוי שתישאר בידי ועדת התגמול והדירקטוריון (בתנאי שהם עושים עבודתם נאמנה).

חלק מהבלבול לגבי הקשר בין שכר המנכ״ל לביצועים נובע גם מהעובדה שניתן למדוד את ביצועי החברה גם באמצעות מדדים חשבונאיים כמו תשואה על ההון (ROE) או תשואה על הנכסים (ROA). במחקרים בישראל נמצא כי לרוב שכר המנכ״ל רגיש בצורה מוגבלת ולא מובהקת לביצועים החשבונאיים של החברה (ברק ואחרים, 2007 ; גור-גרשגורן ואחרים, 2015). באופן תיאורטי קיימת סיבה לתגמול מסוים של מנכ״לים על בסיס ביצועים חשבונאיים כיון שביצועים אלה פחות רגישים לתנודתיות הגבוהה של הכלכלה ושוק המניות העולמי. תגמול על בסיס מדדי ביצוע חשבונאיים מקובל בארה״ב למרכיבי שכר מסוימים - ראה Grinstein et al. (2021). יתכן שבישראל התגמול על בסיס מדדי ביצוע חשבונאיים צנוע יותר, ובכל מקרה הוא קשה יותר לגילוי במבחנים אמפיריים.

קושי לזהות את הקשר בין גובה שכר המנכ״ל לביצועי החברה בישראל עשוי לנבוע גם מכשלים באופן בניית המדגם. כך למשל, על מנת לבנות מדגם מהימן לזיהוי הגורמים התורמים להסבר שכרו של המנכ״ל יש לנטרל תצפיות שכר של מנכ״לים בשנים בהן התחלף המנכ״ל (שנה ראשונה או אחרונה לכהונה), שכן אלו שנים המאופיינות מחד בשכר חלקי ומאידך ברכיבי תגמול חריגים (מענק חתימה או פיצויי פרישה וכדומה). זאת ועוד, היות והתפלגות נתוני השכר מאופיינת בצידוד (skewness) גבוה, יש לערוך בחינה מדוקדקת של ערכי שכר קיצוניים ולטפל בהם בשיטות הסטטיסטיות המקובלות. חלק מהמחקרים בישראל לוקה בבעיות אמפיריות אלו ואחרות, ובאופן כללי שיטות המחקר בישראל עוקבות בפיגור מסוים אחרי שיטות המחקר העדכניות בנושא בעולם.

סיכום: בקרב הציבור הרחב (ורבים מהמחוקקים בכנסת ישראל) נפוצה הטענה כי שכר המנכ״לים

[2] כאן המקום לציין את טענתם של Edmans et al. (2017) שכל חברה קובעת לעצמה את הרגישות האופטימלית של שכר המנכ״ל לביצועי החברה בהתאם לפרמטרים כגון מאפייני המנכ״ל, מאפייני החברה ומאפייני שוק העבודה הרלוונטי. כלומר, עוצמת הקשר בין שכר לביצועים משתנה מחברה לחברה.

בחברות ציבוריות בישראל מנותק מביצועי החברה. כפי שסקרנו לעיל, הממצאים האמפיריים בשוק הישראלי אינם מוצאים קשר בין גובה שכר המנכ״ל לביצועים החשבונאיים של חברתו, אך כן מדווחים על קשר חיובי מובהק עקבי ומתחזק בין שכר המנכ״לים בחברות הציבוריות בישראל לתשואות מניות חברותיהן. על כן, הטענה ששכר המנכ״לים בישראל אינו קשור לביצועים מופרכת. עם זאת, נותרת השאלה: האם הקשר הקיים בין שכר המנכ״ל לביצועים חזק דיו? לדעתנו, שאלה זו עדיף להשאיר לאחריות ועדת התגמול ודירקטוריון החברה (בתנאי שהם מתפקדים היטב).

4. האם שכר המנכ״לים בישראל גבוה מידי?

זאת כמובן שאלה קשה. קיים קושי גדול בשיפוט הרמה האבסולוטית של שכר המנכ״ל. ליתר דיוק, הבעיה מתמקדת בסוגיה של: האם ממוצע השכר של המנכ״לים בארץ הגיוני ונכון מבחינה כלכלית? זאת כיון שעל השאלה של: האם שכר המנכ״ל בחברה X נכון בהשוואה למקובל בארץ? יש כבר תשובה מוסכמת. כלומר, לגבי שכר המנכ״ל ביחס למנכ״לים אחרים, מקובלת פרוצדורה מסוימת, נוהג המידוד, שיש לה שימוש נרחב גם בארץ וגם בעולם.

נוהג המידוד הוא שיטה נפוצה המסייעת לוועדות שכר ודירקטוריונים בקביעת תוכנית תגמול לבכירי החברה. בשיטה זו נערכת השוואה בין רמת השכר של המנהל לזו של מנהלים בדרג זהה בחברות דומות. בדרך כלל, חברות דומות נקבעות על-פי גודל החברה והענף העסקי. אך, ישנם פרמטרי השוואה נוספים שנלקחים לעיתים בחשבון כמו: הנראות של החברה (השתייכות למדד מסוים בבורסה), מאפייני המנכ״ל (למשל, האם משמש גם בתפקיד היושב ראש), וכן האם קיים מעבר של כישרונות (דהיינו מנהלים בכירים) בין החברות. בדרך-כלל, אם שכר המנכ״ל נמוך מחציון השכר בקבוצת ההשוואה, הקביעה היא שהמנכ״ל מקבל תגמול הנמוך מהמקובל בשוק.

כיון שטרם פורסם מאמר בכתב עת מדעי בנושא המידוד בישראל, אנו מביאים כאן תוצאות המבוססות על המדגם של Lauterbach & Yosef (2021). לוח 1 בוחן את השינוי הממוצע בשכרם של מנכ״לים בשנה t (באחוזים) בשתי קבוצות: מנכ״לים ששכרם בשנה הקודמת היה גבוה מהשכר החציוני של מנכ״לי קבוצת ההשוואה ומנכ״לים ששכרם בשנה הקודמת היה נמוך מהשכר החציוני של מנכ״לי קבוצת ההשוואה. בלוח 1, בכל אחת משנות המדגם, מנכ״ל המשתכר מתחת לחציון קבוצת ההשוואה קיבל בממוצע תוספת שכר גבוהה יותר ממנכ״ל המשתכר מעל לחציון קבוצת ההשוואה. ההבדלים בממוצעי תוספות השכר מובהקים ברמה של 5% ברוב שנות המדגם

לוח 1: שיעור השינוי בשכרם של מנכ״לים ישראלים כתלות בשכרם בשנה הקודמת

שכר המנכ״ל בשנה הקודמת	שיעור השינוי הממוצע בשכר המנכ״ל בשנת					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
מעל לחציון השכר של קבוצת ההשוואה	6.00%	2.73%	-12.85%	-11.08%	9.98%	-13.43%
מתחת לחציון השכר של קבוצת ההשוואה	16.89%	16.43%	2.98%	13.67%	11.51%	10.15%
<u>נתונים מתוקנים לערכי קיצון:</u>						
מעל לחציון השכר של קבוצת ההשוואה	6.48%	3.52%	-11.98%	-9.36%	9.93%	-13.01%
מתחת לחציון השכר של קבוצת ההשוואה	15.67%	15.91%	1.21%	13.47%	11.63%	9.33%

יוסף (2013) מוצאת עוד כי השפעת נוהג המידוד על שינויי שכר המנכ״ל חזקה ביותר, וגבוהה לעתים קרובות מההשפעה של ביצועי החברה (הנאמדים על ידי תשואת מנית החברה). ממצא דומה קיים גם בשוק המנכ״לים האמריקאי (Bizjak et al., 2011), שם הועלה החשש כי קיימת הסתמכות יתר על נוהג המידוד. יתכן שבשל לחץ המחוקק והרגולטור, ועדות התגמול של הדירקטוריונים הקובעות את שכר המנכ״ל מקדישות משקל גבוה מדי ל״נראות״ של השכר (וליכולת להסביר אותו לרגולטור) על חשבון שיקולים כלכליים טהורים.

הפזילה לעבר ציפיות הרגולטור מעלה שוב לדיון את השאלה של גובה הרמה הממוצעת של שכר המנכ״לים בישראל. ניתן לערוך השוואה בין שכר מנכ״לים בישראל לשכר מנכ״לים במדינות אחרות. אך, השוואה למדינות אחרות לא תהיה משכנעת כיון שגם בהן יתכן שקיים עיוות בשכר המנכ״לים. לחליפין, ניתן להשוות את שכר המנכ״לים לשכר בעלי מקצוע אחרים בארץ (כגון רואי חשבון או אפילו כדורגלנים), אך ברור לנו שגם ממצאי מחקר כזה יהיו קשים לפירוש. מחקר השוואתי נאות קשה לביצוע גם כיון שהוא צריך לקחת בחשבון (בתור משתני בקרה) את כל הגורמים הכלכליים המהותיים המשפיעים על הבדלי השכר בין מקצועות ומדינות שונות (אחרת תעלה הטענה שההבדלים שנמצאו בשכר נובעים מהבדלים במשתנים הכלכליים היסודיים המסבירים את השכר)[3].

למרות זאת, נהוג להצביע על היחס הגבוה בין שכר המנכ״ל לשכר עובד זוטר בחברה כעל אינדיקציה לכך ששכר המנכ״ל מופרז. נושא יחסי השכר חשוב לא רק חברתית או ערכית. ליחסי השכר יש גם השלכות עסקיות כיון ששכר מוגזם עלול להוביל להתמרמרות ולפגוע במוטיבציה ובביצועים של העובדים בתוך החברה (ראה Akerlof & Yellen, 1990). בהינתן ההשפעה האפשרית הזו של יחסי השכר, ידוע שוועדות התגמול מתייחסות גם ליחס השכר בעת קביעת שכר המנכ״ל, כך שהיחס בין שכר המנכ״ל לשכר העובדים מרוסן ואיננו פוגע בערך החברה. עם זאת, ניתן לצפות לכך ששכר המנכ״ל יהיה גבוה בהרבה משכר עובד זוטר בחברה. קיימת אפילו תיאוריה כלכלית, תיאורית הטורניר של Lazear & Rosen (1981), התומכת בשכר מנכ״ל גבוה ומופרז לכאורה. לפי תיאוריה זו שכר המנכ״ל מוגזם יחסית לתרומתו לחברה, אבל הגזמה זו מעודדת את העובדים ובעיקר את הכפופים לו להתאמץ ולהשקיע בעבודתם, כדי שיוכלו לקבל את הפרס הנכסף של הטורניר (להתמנות למנכ״ל בבוא העת). לפי תיאורית הטורניר המאמץ הרב של הכפופים למנכ״ל תורם לחברה יותר מאשר השכר העודף של המנכ״ל, כך שבסופו של דבר החברה יוצאת נשכרת.

בהקשר זה נציין את המחקר העדכני של Rouen (2020). Rouen מגדיר את פער השכר בחברה כיחס בין שכר המנכ״ל לשכר הממוצע של העובדים בחברה, והוא מוצא קשר חיובי בין ביצועי החברה לבין פערי שכר הניתנים להסבר באמצעות גורמים כלכליים. כלומר, כאשר מבנה השכר הגיוני (פערי השכר תואמים את השיקולים הכלכליים) ביצועי החברה נתרמים. מאידך, כאשר קיימים פערי שכר שאינם יכולים להיות מוסברים כלכלית, ביצועי החברה נפגעים.

לבסוף, רעיון מעניין המופיע בספרות, הוא לחשב את השארית של שכר המנכ״ל בחברה מסוימת ברגרסיית רוחב של שכר המנכ״לים בארץ. שארית זו היא בעצם שכר שלא ניתן להסבר על-ידי המשתנים הכלכליים שנמצאו כמשפיעים על גובה שכר המנכ״ל (כמו: גודל, ביצועי החברות, מבנה הבעלות, שכר החציוני של קבוצת ההשוואה ועוד – ראה פרק 2 לעיל). שארית חיובית מציינת שכר גבוה מעל לנורמה למנכ״ל בחברה. שכר עודף כזה יכול להצביע על כך שהמנכ״ל מוכשר יחסית, ולכן הוא ראוי לכל שקל של שכר עודף ששולם לו; או שהמנכ״ל מצטיין בסחטנות ו״חולב״ מהחברה שכר מעל מה שמגיע לו (ראה טענותיהם של Bebchuk & Fried, 2003 בנושא). ברק ואחרים (2007) מציעים לבחון את הקשר שבין שווי החברה היחסי (הנמדד על ידי Tobin's Q) לבין השארית ברגרסיית

[3] כך, למשל, מחקרם של Gabaix & Landier (2008) טוען שהעלייה המטאורית ומנקרת העיניים בשיעור של פי 6 בגובה שכר המנכ״לים בארה״ב בין השנים 1980-2003 מוסברת רובה ככולה מהעלייה שחלה בגודל החברות הציבוריות בארה״ב.

השכר. אם השכר העודף ששולם למנכ"ל הוא פרי סחטנותו, ערך החברה היחסי יפגע, ואם השכר העודף למנכ"ל הוא פרי כישוריו המעולים, ערך החברה יעלה יחסית. ברק ואחרים (2007) מוצאים כי עבור מנכ"לים בעלים בחברה משפחתית בישראל קיים קשר שלילי מובהק ברמה של 1% בין שכר עודף לערך החברה היחסי. ממצא זה מצביע על כך שיתכן שבתקופת המדגם של ברק ואחרים (2007), 1994-2001, מנכ"לים בעלים בישראל ניצלו את כוחם לקבלת שכר עודף מהחברה.

סיכום: השאלה של האם רמת השכר הממוצעת של מנכ"לים מוצדקת מבחינה כלכלית, קשה לפיצוח ולא זכתה עד כה לתשובה הולמת במחקר המדעי בארץ ובעולם. למרות זאת, פותחה ונהוגה פרוצדורה, נוהג המידוד, העורכת השוואות בין שכר המנכ"ל לשכר מנכ"לים דומים, וששימוש נאות בה מבטיח שבאופן יחסי שכר המנכ"ל הוא מידתי והולם. כמו כן, ניתן שיקול דעת לוועדות התגמול של הדירקטוריון, כך שיתכן שבסופו של דבר שכר המנכ"ל שנקבע ראוי ומשרת את טובת החברה.

5. האם הרגולציה על שכר בכירים בישראל אפקטיבית ומועילה?

שני העשורים האחרונים התאפיינו בהתרחבות ניכרת של הרגולציה והחקיקה בתחום שכר בכירים בחברות ציבוריות בישראל כחלק ממגמה כלל עולמית לריסון שכר הבכירים והגברת השקיפות נוכח הלך הרוח הביקורתי בקרב הציבור. ניתן להבחין בשלושה שלבים בהתפתחות הרגולציה על שכר בכירים בארץ. תחילה היו אלו תקנות שנועדו לחשוף לציבור נתונים אודות שכר הבכירים בתקוה ש"אור השמש יטהר". בשלב השני נכללים שני שינויי חקיקה משמעותיים, תיקון 16 ותיקון 20, שנועדו להסדיר את תהליך קבלת ההחלטות בנושא השכר. בשלב השלישי נחקק חוק תגמול נושאי משרה בתאגידים פיננסיים שהטיל תקרה מפורשת על שכר הבכירים במגזר הפיננסי.

בשלב הראשון, החל משנת 2003, חברות ציבוריות חויבו לפרסם את שכר חמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר בחברה ובחברות בנות, שכר שלושת הבכירים בעלי השכר הגבוה ביותר בחברה עצמה וכן שכר של בעלי מניות המחזיקים יותר מ- 5% בהון מניות החברה, וזאת במסגרת תיקון 2 לתקנה 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים). בחודש יולי 2008 בוצע תיקון נוסף לתקנה 21 על פיו נדרשו חברות ציבוריות להציג את פירוט מרכיבי התגמול של חמשת מקבלי השכר הגבוה ביותר במתכונת של טבלה בתוספת הסברים מילוליים, וזאת כפי שנקבע בתוספת השישית לתקנות. מטרת תיקון זה הייתה להעניק גילוי ברור בידי התאגיד על התגמול שהוא משלם לבכיריו. הגילוי הברור של שם הבכיר והשכר שהוא מקבל מאפשרים לבחון את הלימות התגמול לתרומת המנהל הבכיר, ומאפשרים השוואה לבכירים אחרים באותו תאגיד, או לתאגידים אחרים. בשנת 2008 בוצע גם שינוי לתקנה 10 (ב) (4) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) ונקבע כי על דירקטוריון החברה להסביר בדו"ח הדירקטוריון את הקשר בין התגמולים שניתנו לנושאי המשרה הבכירה ולבעלי העניין בחברה, בהתאם לדרישות תקנה 21 לתקנות הדוחות, לבין תרומתו של כל אחד מהם לחברה במהלך תקופת הדו"ח, וכן נדרש הדירקטוריון לציין, אם התמורה לנושאי המשרה הינה הוגנת וסבירה. מטרת החובה המוטלת על הדירקטוריון מכוחה של תקנה 10 (ב) (4) הינה, בין היתר, להבטיח כי הדירקטוריון מקיים את חובות האמון והזהירות שלו בקשר עם תגמולי נושאי המשרה, בהתאם להוראות חוק החברות ובכלל זה את חובתו לפעול לטובת החברה. גילוי שכר הבכירים האיץ את התפתחותו ואימוצו של נוהג המידוד בשכר בקרב החברות הציבוריות בישראל.

השלב השני של רגולציית שכר הבכירים כלל שני תיקוני חקיקה חשובים. ביום 14 למאי, 2011 נכנס לתוקפו תיקון 16 לחוק החברות. התיקון בא ליישם את רוב המלצות ועדת גושן, אשר עיקרן השוואת ישראל למדינות המפותחות בכל הנוגע לדיני תאגידים בכלל ועקרונות ממשל תאגידי בפרט. מטרתו המוצהרת של התיקון הייתה להביא לשינוי ביחסי הכוחות במשולש התאגידי: הדירקטוריון, בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט. במרכז התיקון עמד הניסיון לאזן בין הגורמים הללו על ידי העברת חלק מכוחם הרב של בעלי השליטה אל בעלי מניות המיעוט, והענקת השפעה גדולה יותר למיעוט בעיצוב החלטות בחברה.

תיקון 16 חיזק, בין היתר, את תהליכי הבקרה והאישור של עסקאות בעלי שליטה. זאת באמצעות מעורבות גדולה יותר של ועדת הביקורת

(שלדח״צים רוב בה) בקביעת שכר המנכ״ל (במקרה של מנכ״ל-בעלים), קציבת פרק זמן מרבי של שלוש שנים להתקשרויות עם בעלי שליטה בנוגע לתנאי כהונה והעסקה (כולל העסקה כמנכ״ל בעלים), והעלאת הרוב הנדרש באסיפה הכללית לצורך אישור שכר המנכ״ל-בעלים, כך שהוא יחייב תמיכה של מחצית לפחות מקולות בעלי המניות שאין להם עניין אישי (מחצית מן המיעוט) באישור העסקה. הדרישה לאשרר מחדש כל התקשרות בלתי קצובה בזמן בנוגע לתנאי כהונה והעסקה של בעלי שליטה, נתנה בידי בעלי מניות המיעוט הזדמנות לבחון מחדש את ההצדקה הכלכלית להמשך העסקת בעלי השליטה בחברה בתנאים שאושרו להם לפני התיקון. יש לציין, כי תיקון 16 לא הביא לשינוי מנגנון אישור ההתקשרויות עם מנהלים שאינם נמנים על בעלי השליטה בחברה.

במדגם שמתפרס על פני 8 שנים סביב תיקון 16, Fried et al. (2020) מוצאים שזכות הוטו שניתנה לבעלי מניות המיעוט באישור חבילות שכר של בעלי שליטה במסגרת תיקון 16 הביאה להפחתת השכר של בעלי השליטה וקרוביהם בשיעור של 17%-13% בשנים 2011-2015. יתרה מזו, התיקון הוביל לגידול של 50% בהסתברות להתפטרות מנהלים בעלים מתפקידיהם או לחילופין לקיצוץ בשכר המנכ״ל בעלים במקרים בהם צפוי היה כי בעלי מניות המיעוט ידחו בהצבעה באסיפה הכללית את הסכם השכר המוצע שלהם. הממצאים הנ״ל מעידים על כך שזכויות הוטו שניתנו לבעלי מניות המיעוט אפקטיביות, וחיזקו את הממשל התאגידי בחברות הציבוריות בישראל.

תיקון משמעותי נוסף בנושא השכר הוא תיקון 20 שנכנס לתוקף ביום 12 בדצמבר, 2012. תיקון זה מבוסס על המלצות ועדה בראשותו של פרופ׳ יעקב נאמן. מטרת תיקון 20 לחוק החברות הייתה להסדיר את נוהל קביעת התגמול לנושאי משרה בחברות ציבוריות ובחברות אגרות חוב. כל חברה התבקשה להגדיר לפרט ולאשר באספת בעלי המניות את המדיניות והקריטריונים לתגמול הבכירים שלה. בנוסף, נקבע הליך מיוחד לאישור שכר בכירים בידי בעלי המניות, אשר מבוסס על מנגנון הבעת עמדה המכונה ״Say on Pay״, מנגנון המקובל בארצות הברית ובמדינות נוספות בעולם.

תיקון 20 החיל את מנגנון הבעת העמדה גם על תוכניות תגמול למנהלים בכירים שאינם נמנים על דבוקת השליטה, וקבע כי גם התגמול למנכ״לים שכירים (מנכ״לים שאינם בעלים) יובאו לאישור רוב בעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי באישור העסקה. במסגרת התיקון הוחלה חובת כינון ועדת תגמול הממליצה לדירקטוריון על מדיניות התגמול. הועדה תהיה מורכבת מלפחות שלושה חברים, ביניהם כל הדירקטורים החיצוניים, והיושב ראש גם הוא צריך להיות דירקטור חיצוני. לאחר קביעת המדיניות בדירקטוריון, תובא המדיניות לאישור האסיפה הכללית וזו טעונה בחינה ואישור מחודש מידי שלוש שנים לפחות ותבוסס על יעדים מדידים. אם בעלי מניות המיעוט יתנגדו לשכר בכיר כלשהוא שהועמד להצבעה, הדירקטוריון יערוך דיון נוסף בנושא ויפרסם את החלטתו לגבי שכר הבכיר ונימוקיו לקבלת או דחיית עמדת המיעוט. אף על פי כן, בחברה נכדה ציבורית עמדת האסיפה הכללית מחייבת את דירקטוריון החברה.

צבירן ואחרים (2020) מצאו כי תיקונים 16 ו-20 לחוק החברות הביאו לשינוי במבנה חבילת התגמול למנכ״ל, כך שרכיב התגמול ההוני ירד בצורה מובהקת ואילו חלקם של המענקים בתוכנית התגמול עלה. השינויים האלה ניכרים בעיקר בקרב חבילות התגמול של מנכ״לים שכירים. זאת ועוד, ממצאי המחקר שלהם מצביעים על כך שבשנים 2010-2018 נבלמה מגמת העלייה בשכר מנכ״לים בישראל.

באפריל 2016 פורסמו הקלות ביוזמת הרשות לני״ע לאור עומס הרגולציה שהביא כנראה חברות רבות למחוק את עצמן מהמסחר בבורסה. במסגרת התיקון נקבע כי החובה לקבוע מענקים על בסיס קריטריונים הניתנים למדידה תחול רק ביחס למנכ״ל ולחברי הדירקטוריון, ולא ביחס לנושאי המשרה שכפופים למנכ״ל. בנוסף, ניתנה הקלה באופן חידוש ההתקשרות עם המנכ״ל. חידוש או הארכה של התקשרות של חברה נסחרת עם מנכ״ל החברה לגבי תנאי כהונתו והעסקתו אינה טעונה אישור אסיפה בנסיבות האלה: התנאים אינם מיטיבים לעומת אלה שבהתקשרות הקודמת, או שאין שינוי של ממש בתנאים וביתר נסיבות העניין; התנאים תואמים את מדיניות התגמול של החברה; ההתקשרות הקודמת אושרה על פי סעיף 272 (ג 1) לחוק החברות. ניתנו גם הקלות לחברות המנפיקות

לראשונה בבורסה, כך שחברה כזו אינה חייבת אישור אספה לתנאי כהונה במשך חמש השנים הראשונות ממועד הפיכת החברה לציבורית.

השלב השלישי ברגולציית שכר בכירים כלל צעד חקיקתי מרחיק לכת שקבע סייגים ברורים לשכרם של בכירים בתאגידים פיננסיים מפוקחים. תחילה הוטלו בשנת 2013 מגבלות על גובה הבונוסים והתגמול ההוני על ידי המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון, באופן שבו סך התגמול המשתנה לא יעלה על 100% מרכיב השכר הקבוע. המגבלה הוטלה, בין היתר, כדי למנוע תמריץ מהמנהל ליטול סיכונים גבוהים כדי לזכות בתגמול גבוה, וכך לפגוע ביציבות הפיננסית של התאגיד הבנקאי או הגוף המוסדי. באוקטובר 2016 נכנס לתוקף חוק תגמול נושאי משרה בתאגידים פיננסיים. החוק הזה נועד בעיקרו לתת מענה להלך רוח ציבורי הרואה בשכר הבכירים מקור לאי שוויון במשק. החוק קבע תקרת שכר של 2.5 מיליון ש״ח, כאשר כל סכום שישולם לנושא המשרה מעבר לסכום זה, לא יוכר לצרכי מס. זאת ועוד, עלות השכר הגבוהה ביותר שיוכל בכיר בחברה פיננסית להשתכר לא תעלה על פי 35 מעלות השכר של העובד בעל המשכורת הנמוכה ביותר בחברה. תקרת השכר של 2.5 מיליון ש״ח ניתנת לעקיפה באמצעות תשלום ״קנס״ מיסויי וכפופה להחלטת הדירקטוריון, אך המגבלה השנייה שקובעת כי שכר הבכיר לא יעלה על פי 35 מעלות השכר של העובד בעל המשכורת הנמוכה ביותר בחברה קשיחה ואיננה ניתנת לעקיפה. החוק התייחס לתאגידים פיננסיים מפוקחים בלבד, אך בקרב המחוקקים הובעה התקווה שהמגבלה תזלוג לחברות ציבוריות אחרות בהן משתכרים הבכירים מעל 2.5 מיליון ש״ח. זאת כיון שלגופים הפיננסיים (המוסדיים), בהם הוגבל שכר הבכירים, כוח הצבעה משמעותי בחברות ציבוריות אחרות.

Abudy et al. (2020) מוצאים כי החוק המגביל שכר בסקטור הפיננסי הביא לעליה ממוצעת של 2% לערך במחירי המניות של החברות הפיננסיות להן התייחס החוק. כמו כן, לא נצפתה עליה בשיעור העזיבה של מנהלים בכירים בחברות אלה ולא חלה ירידה בביצועים החשבונאיים של חברות אלה במשך שנתיים-שלוש אחרי חקיקת החוק (בהשוואה לשנתיים-שלוש שקדמו לחוק). אך, למרות זאת, ניתן למנות מספר תופעות לוואי של החוק שיתכן ואינן עולות בקנה אחד עם האינטרסים של בעלי המניות. ראשית, החוק יוצר אפליה בין מנהלים בחברות ציבוריות פיננסיות למנהלים בחברות ציבוריות לא פיננסיות, כך שמנהלים מוכשרים מעדיפים לעבוד בחברות שאינן כפופות למגבלות החוק. עד סוף שנת 2019 החוק הביא לפרישתם של כמעט כל מנכ״לי הבנקים הגדולים בישראל. החוק אף עלול להרתיע מנהלים מוכשרים מלהצטרף לתאגידים שמושפעים מתקרת השכר, ויתכן ויביא גם לתחלופה תכופה של המנהלים בתאגידים הפיננסיים, תחלופה שתפגע באיכות הניהול. לבסוף, החוק חותר גם תחת מטרת העל של כל תכנית תגמול - לקשור את שכר המנהל לביצועי החברה, וכך ליצור הלימה בין האינטרסים של המנהל ובין האינטרסים של בעלי המניות. החוק הביא למצב בו רוב שכר המנכ״ל הופך לקבוע. שינוי תמהיל השכר באופן שבו החלק הקבוע בשכר הופך למרכיב העיקרי בשכר, כפיצוי למנהל על השכר הנמוך, בד בבד עם צמצום ניכר של מרכיבי התגמול ההוני והמענקים תלויי הביצועים, פוגעים למעשה בתמריץ של המנהלים להשיא את ערך החברה ותשואות בעלי המניות. לסיכום, נראה כי החוק הפחית אמנם את סך עלויות השכר בחברות הפיננסיות המפוקחות (העברת עושר מהעובדים לבעלי המניות), אך התועלת ארוכת הטווח הגלומה בו איננה ברורה.

בהקשר זה, מציין את מאמרם של Murphy & Jensen (2018), הבוחן את ההיסטוריה של שכר המנהלים בארה״ב לאורך תקופה של 80 שנים, ומעלה מספר תובנות רבות חשיבות באשר לאפקטיביות הרגולציה בתחום שכר מנהלים. Murphy & Jensen (2018) מראים כי כלל הרגולציות בתחום זה חולקות שלוש תכונות משותפות: 1. רגולציה מוטלת על פי רוב כתגובה למקרים בודדים של תשלום שכר מופרז למנהל, שנתפס כניצול לרעה של המיעוט; 2. הדיון והרגולציה בנושא שכר מנהלים מתרחשים בדרך כלל בתקופות של מיתון כלכלי, לאחר שנים של שגשוג שבהן חלה עלייה ניכרת בשכר המנהלים; 3. למעט מקרים בודדים, הרגולציה לרוב אינה יעילה והיא מובילה לעלייה בשכר המנהלים (ולא להורדתו), וכן לתוצאות שאינן עולות בקנה אחד עם כוונתו של המחוקק. כשל הרגולציה בתחום נובע לדעת Murphy & Jensen (2018) מהתמקדות באספקטים צרים של התגמול בעת קביעת

הרגולציה, התמקדות המאפשרת למנכ״לים מציאת פרצות חדשות ויקרות לנטילת שכר גבוה. גם העובדה כי הרגולציה בתחום מונעת על ידי אג׳נדות פוליטיות פופוליסטיות ולרוב אינה מייחסת את החשיבות הנדרשת למטרה של ״יצירת ערך לבעלי המניות״, פוגעת ביעילותה. Murphy & Jensen (2018) טוענים שאפילו הרגולציה הבסיסית של גילוי שכר הבכירים לא הוכחה כמקטינה את גובה שכר המנכ״לים. שכר הבכירים הוא אמנם מידע רלבנטי לבעלי המניות. אך, תגובות הציבור לפרסום השכר מעודדים חבילות שכר יעילות פחות.

אנו סבורים שהביקורת של Murphy & Jensen (2018) על הרגולציה חושפת את חולשות הטיפול בסוגית שכר הבכירים באמצעות רגולציה. אפילו לגבי ערך הרגולציה הבסיסית של פרסום שכר הבכירים יש לנו הסתייגויות. לדעתנו, עצם גילוי תגמול הבכירים מוביל לשיטות כגון נוהג המידוד שיש להן גם תוצאות בלתי רצויות. בפרק קודם דיברנו על כך שהסטת מוקד תשומת הלב של ועדת התגמול לנוהג המידוד מחלישה את המשקל של המשתנים הכלכליים הרלבנטיים. טענה נוספת כנגד נוהג המידוד היא שההשוואה לשכרם של מנהלים אחרים עלולה להביא לאפקט לא רצוי של עלייה מתמשכת בשכר המנכ״לים במשק. זאת כיון שבכמה חברות דירקטוריון החברה מתקן את שכר המנכ״ל שהיה נמוך מחציון קבוצת ההשוואה כלפי מעלה אל מעבר לחציון זה. דירקטוריון המתקן כלפי מעלה אל מעבר לחציון את שכר המנכ״ל משוכנע (או רוצה ליצור רושם) שמנכ״ל החברה הוא איכותי יחסית. אך, תיקון שכר המנכ״ל על ידי העלאתו מעלה גם את השכר הממוצע של מנכ״לים, וגורם לכך ששכר מנכ״לים בחברות אחרות גם כן יתוקן כלפי מעלה. גלגל שיניים אחד מזיז את השני, ונוצרת מכונה אוטומטית של העלאת שכר מנכ״לים שנקראת באנגלית (Ratcheting) ובעברית מחגר משונן. יתכן ומכונה אוטומטית כזו תורמת לרמות שכר מופרזות של מנכ״לים. בקיצור, כפי שטוענים Murphy & Jensen (2018), התוצאה הסופית של ניסיון לריסון שכר המנכ״לים היא לרוב עליה בשכר הבכירים.

כאן המקום לציין כי יתכן שתשומת הלב התקשורתית והסיקור הביקורתי של שכר הבכירים מייתרים חלק מהרגולציה. השפעת התקשורת והרשתות החברתיות עולה בהתמדה. לכן, סביר להניח כי המורא מפני ״משפטי השדה״ של התקשורת והרשתות החברתיות מרסן את החברות הציבוריות ומוביל אותן, אף ללא כל רגולציה רשמית, לשקול בקפידה העלאות שכר של מנהלים בכירים.

סיכום: רגולציית שכר הבכירים בארץ התפתחה בשלושה שלבים: פרסום שכר המנכ״ל על כל מרכיביו, חיוב החברות בהקמת מנגנונים וועדות לדיון מסודר ומפוקח בנושא שכר הבכירים (כולל אישור השכר באספת בעלי המניות), והגבלה מפורשת של שכר המנהלים הבכירים בסקטור הפיננסי. דיון בנושא מגלה שהתועלת המעשית של הרגולציה מוטלת בספק.

רשימה ביבליוגרפית

אמזלג, י. ומחרז, א. (2002). "מועדון המיליון" - הקשר בין שכר לביצועים של מנהלים בחברות ציבוריות. *הרבעון לכלכלה*, 49 (2), 284-320. https://www.jstor.org/stable/23775813

בר-יוסף, ש. וטלמור, א. (1997). ביצועים מול שליטה: מה מניע את שכר המנהלים הבכירים בישראל?. *הרבעון לכלכלה*, 44 (2), 171-192. https://www.jstor.org/stable/23771629

ברק, ר., כהן, ש. ולאוטרבך, ב. (2007). שכר מנכ"לים בישראל והקשר שלו לבעלות ולביצועים של הפירמה. *הרבעון לכלכלה*, 54 (2), 205-228. http://www.jstor.org/stable/23780619

גור-גרשגורן, ג., טפר, ל. וסבח, ג. (2015). *שכר הבכירים בישראל 2011-2014*. רשות לניירות ערך, המחלקה הכלכלית.

האוזר, ש. וגזבר, ש. (1993). מבנה השליטה ומדיניות השכר למנהלים בכירים בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב. *הרבעון לכלכלה*, 40 (3), 435-415. https://www.jstor.org/stable/23766510

האוזר, ש. ואופיר, ש. (1998). *בחינת הגורמים המשפיעים על ההבדל בין השכר למנהלים בכירים לבין שאר העובדים בחברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה בתל-אביב*. רשות לניירות ערך, המחלקה הכלכלית.

בלום, א., חנס, ש., יוסף, ר. ולאוטרבך, ב. (טרם פורסם). *שוויה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי. משפטים*.

יוסף, ר. (2013). *נוהג המידוד והשפעתו על תגמול מנכ"לים בישראל* [עבודה כחלק מהדרישות להשלמות מחקר לתואר שלישי שלא פורסמה]. אוניברסיטת בר-אילן, רמת-גן.

צבירן, מ., וייס, ד. ומוגרבי, א. (2020). השפעת רגולציה וחקיקה על תגמול בכירים בישראל. *חידושים בניהול*, 6.

Abudy, M. Amiram, D., Rozenbaum, O., & Shust, E. (2020). Do executive compensation contracts maximize firm value? Indications from a quasi-natural experiment. *Journal of Banking & Finance*, 114, 105787. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105787

Akerlof, G.A., & Yellen, J.L. (1990). The fair wage-effort hypothesis and unemployment. *Quarterly Journal of Economics*, 105 (2), 255-283. https://www.jstor.org/stable/2937787

Albuquerque, A.M., De Franco, G., & Verdi, R.S. (2013). Peer choice in CEO compensation. *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 160-181. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.002

Ang, J.S., Hauser, S., & Lauterbach, B. (1997). Top executive compensation under alternate ownership and governance structures. *Advances in Financial Economics*, 3, 1-32.

Beatty, R. P., & Zajac, E.J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: a study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313–335. http://doi.org/10.2307/2393238

Bebchuk, L.A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92. https://doi.org/10.3386/w9813

Bizjak, J.M., Lemmon, M., & Nguyen, T. (2011). Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics*, 100 (3), 538–555. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.02.007

Bliss, R.T., & Rosen, R.J. (2001). CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 61, 107-138. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00057-5

Broccardo, E., Hart, O., & Zingales, L. (2001). *Exit vs. Voice*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 694/2020.

Cheng, I.H., Hong, H., & Scheinkman, J.A. (2015). Yesterday's heroes: Compensation and risk at financial firms. *Journal of Finance*, 70 (2), 839–879. https://doi.org/10.1111/jofi.12225

Cohen, S. & Lauterbach, B. (2008). Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 4-15. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.005

Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). *Executive Compensation: a Survey of Theory and Evidence*. ECGI Finance Working Paper Series in Finance No. 514/2017.

Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2015). Which skills matter in the market for CEOs? Evidence from pay for CEO credentials. *Management Science*, 61(12), 2845-2869. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2024

Fried, J.M., Kamar, E., & Yafeh, Y. (in press). The effect of minority veto rights on controller pay tunneling. *Journal of Financial Economics*. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.06.015

Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics*, 121(1), 49-100. https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49

Graham, J.R, Li, S., & Qiu, J. (2012). Managerial attributes and executive compensation. *Review of Financial Studies*, 25(1), 144-186. https://doi.org/10.1093/rfs/hhr076

Grinstein, Y., Lauterbach, B., & Yosef, R. (2021). *Benchmarking of pay components in CEO compensation design*. Working Paper.

Jensen, M.C. (2003). Paying people to lie: The truth about the budgeting process. *European Financial Management*, 9 (3), 379-406. https://doi.org/10.1111/1468-036X.00226

Lambert, R., Larcker, & D., Verrecchia , R. (1991). Portfolio considerations in valuing executive compensation. *Journal of Accounting Research*, 29, 129–149. http://doi.org/10.2307/2491032

Laschever, R.A. (2013). Keeping up with CEO Jones: Benchmarking and executive compensation. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 93, 78–100. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2013.07.002

Lauterbach, B., & Yosef, R. (2021). *Corporate governance progress and the pay premium of owner CEOs: Evidence from Israel*. Working Paper.

Lazear, E.P., & Rosen S. (1981). Rank-order tournaments vs. Optimum labor contracts. *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.

Madura, J., Martin, A.D., & Jessel, K.A. (1996). Determinants of CEO compensation in small publicly-traded businesses, *American Business Review*, 14, 80-88.

Meulbroek, L.K. (2001). The efficiency of equity-linked compensation: understanding the full cost of awarding executive stock options. *Financial Management*, 30, 5–44. https://www.jstor.org/stable/3666404

Murphy, K.J., & Jensen, M.C. (2018). The politics of pay: The unintended consequences of regulating executive compensation. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 3(2), 189-242. http://doi.org/10.1561/108.00000030

Rosen, S. (1981). The economics of superstars. *American Economic Review*, 71(5), 845-858. https://www.jstor.org/stable/1803469

Rosen, S. (1982). Authority, control, and the distribution of earnings. *Bell Journal of Economics*, 13, 311-323. https://doi.org/10.2307/3003456

Rouen, E. (2020). Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *Accounting Review*, 95(1), 343-378. https://doi.org/10.2308/accr-52440

Tervio, M. (2008). The difference that CEOs make: an assignment model approach. *American Economic Review*, 98(3), 642–68. http://www.jstor.org/stable/29730090

Smith, C.W., & Watts, R.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292. https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W

Von Eije, H., & Megginson, W.L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002